

EVA를 활용한 임원보상제도와 자본비용

- A그룹 사례 -*

황이석
서울대학교 경영대학 교수

1. 사례 개요

국내 A그룹은 경제적 부가가치를 의미하는 EVA(Economic-Value-Added) 개념을 도입하여 임원 보상제도를 운영하고 있다. EVA란 투자자원에 대한 기회비용, 즉 자본비용을 초과하여 창출된 이익을 의미한다. A그룹이 EVA 개념을 임원보상제도에서 강조하는 이유는 투자자본으로부터의 기대수익을 초과하는 이익만이 기업의 본질가치를 창출하는데 공헌한다고 생각하기 때문이다.

EVA를 임원보상제도에 효율적으로 사용하기 위해서는 자본비용의 수준을 적절하게 결정하여야 한다. 여기서 자본비용은 영업 및 투자활동에 필요한 재원을 주주가 제공하는 자기자본과 채권자가 제공하는 타인자본의 형태로 조달한 경우 이들 자본의 사용대가로 고려하여야 할 가중평균자본비용을 의미한다. 가중평균자본비용이란 자기자본과 타인자본의 구성비율에 따라 주주가 요구하는 자기자본비용과 채권자가 요구하는 타인자본비용을 출자비율에 따라 가중평균 함으로써 결정된다.

가중평균자본비용의 개념을 이용하여 EVA를 나타내면 다음과 같다.

$$EVA = \text{영업이익} - \text{가중평균자본비용} \times \text{투자금액} \quad (1)$$

만일 영업이익이 120, 투자금액이 1,000, 그리고 가중평균자본비용이 10%라면, $EVA = 120 - 10\% \times 1,000 = 20$ 이 된다. 따라서 EVA를 임원보상의 기준으로 삼는 기업의 경우, 임직원은 기

*본 연구는 서울대학교 경영대학 경영사례센터의 연구비 지원에 의해 수행되었음.

업의 본질가치를 향상시켰다는 긍정적인 평가를 받게 되며, 창출된 EVA 금액의 일정부분을 임원 보상의 기본재원으로 활용하게 된다.

영업이익 대신 투자수익률(=영업이익/투자금액)을 사용하여 식(1)의 표현을 약간 변형시키면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{영업이익}/\text{투자금액} - \text{가중평균자본비용}) \times \text{투자금액} \\ &= (\text{투자수익률} - \text{가중평균자본비용}) \times \text{투자금액} \end{aligned} \quad (2)$$

식 (2)을 이용하면 EVA를 높이기 위한 다음과 같은 세 가지 전략을 파악할 수 있다.

- 투자수익률을 가중평균자본비용 이상으로 높인다. 이는 부가가치가 높은 사업부문은 강화하고 수익성이 낮은 사업이나 자산은 구조조정하거나 합리화하는 방안을 고려하여야 함을 의미한다.
- 투자금액을 늘려야 할 뿐만 아니라 한정된 투자재원을 효율적으로 배분해야 한다. 이는 투자수익률이 자본비용을 초과하는 투자대안을 적극적으로 발굴하여 이에 대한 투자를 확대하여야 함을 뜻한다.
- 가중평균자본비용을 낮추어야 한다. 동일한 투자수익률이 창출된다고 하더라도 자본비용이 높다면 EVA는 작아지기 때문이다.

본 사례는 위 세 가지 기업가치를 높이는 전략 중 세 번째인 가중평균자본비용의 감소방안에 대해 초점을 맞추고자 한다.

2. EVA를 이용한 경영자보상제도

A그룹의 임원보상제도는 EVA를 기반으로 한 단기성과급제도와 장기경영성과를 보상하기 위한 장기성과급으로 구성되어 있다. 본 사례는 이 가운데 EVA를 이용한 단기성과급제도에 관하여 살펴보고자 한다. A그룹이 초기에 도입한 단기성과급제도에서 가장 기본이 되는 단계는 임원보상을 위한 기본재원의 산출과정이다.

임원성과급의 기본재원은 당해 연도의 EVA와 전년도 대비 EVA 증가분을 더한 금액의 일정 비율만큼으로 결정된다. 이를 간단하게 표현하면 다음과 같다.

$$\text{성과급 기본재원} = (\text{EVA} + \Delta\text{EVA}) \times p\% \quad (3)$$

여기서 p%는 그룹최고경영층이 전략적 요소들을 고려하여 결정한다. 위 표현에서 EVA는 재무회계 기준으로 산출하며 따라서 예외적인 사항들을 최소화하도록 노력한다. 즉, 현행 기업회계기준에 의해 작성된 재무제표 정보를 가능하면 그대로 사용한다. 따라서 관계회사나 자회사에 대한

지분법투자자산도 투자자산에 포함된다.

식 (3)과 같이 당해 연도의 EVA뿐만 아니라 ΔEVA 도 동시에 고려하는 이유는 당해 연도의 EVA 수준만을 성과급기본재원으로 하는 경우, 사업특성 또는 자산구조에 따라서 그룹 기업 중 일부는 EVA를 창출하기가 상대적으로 쉬운 반면, 다른 기업들은 반대로 EVA를 창출하기가 매우 어렵기 때문이다. 예를 들면, 대규모 투자가 수반되는 사업을 수행하는 기업은 자본비용부담이 상대적으로 크기 때문에 EVA를 높이기 어려우며, 임원성과급의 기본재원도 작아지게 된다. 이와 같은 단점을 보완하기 위해 A그룹 경영층은 당해 연도의 EVA뿐 아니라 직전 연도 대비 EVA 증가분을 동일한 비중으로 고려하기로 결정하였다.

그런데 최근 A그룹은 EVA의 증가분만을 고려하는 새로운 임원성과급 재원산정방안을 도입하기로 결정하였다. 새로운 방법을 표현하면 다음과 같다.

$$\text{성과급기본재원} = \Delta EVA \times p\% \quad (4)$$

새로운 방안은 EVA 증가분만을 고려함으로써 경영자의 노력에 의한 성과개선 정도를 강조하고 있는 것이 특징이다. 따라서 이 방안은 사업환경이나 자산구성이 서로 다른 그룹 기업들간 임원성과급 재원산정에서 형평성 문제를 해소할 수 있는 장점을 갖고 있다. 또한 EVA 증가분만을 임원보상재원의 산정기준으로 삼기 때문에, 임원들은 EVA를 지속적으로 증가시키기 위한 전략을 자발적으로 실행할 경제적 유인을 갖게 된다.

그러나 성과급 산정기준이 다소 달라졌지만 EVA 측정에 사용할 가중평균자본비용을 사용하는 것은 동일하다.

3. 타인자본비용 산출

주주가 제공한 자기자본과는 달리 채권자가 제공한 타인자본은 원금과 이자수익을 통한 투하자본의 회수가 상대적으로 안전하다고 할 수 있다. 기업이 파산 또는 청산을 하더라도 채권자는 우선적으로 투하자본을 회수할 수 있기 때문이다. 물론 파산이나 청산시 기업재산이 채권자의 투하자본에 미치는 못하는 경우에는 어쩔 수 없이 손실을 입을 가능성은 있다. 그러나 대체로 타인자본비용은 자기자본비용에 비해 낮을 것이라는 것은 쉽게 납득할 수 있다.

또한 부채사용에 대한 비용인 이자비용은 손익계산에서 비용으로 처리되어 순이익을 줄이게 된다. 이자비용으로 인해 세금차감 전 이익이 줄게 되면 그만큼 세금부담도 적어 진다. 따라서 이자비용 가운데 세금이 줄어드는 금액만큼 이자비용 부담이 적어지는 효과가 생기게 되고, 이를 타인자본비용의 법인세 효과라고 한다.

예를 들면, 부채의 원금이 10,000원, 이자율이 5%라면, 1년 동안의 이자비용은 $10,000\text{원} \times 5\% = 500\text{원}$ 이다. 500원만큼 법인세 차감 전 이익이 감소하게 되면 법인세도 법인세율에 해당하는 만큼 감소한다. 법인세율이 30%라면, 순이익은 500원이 감소하는 것이 아니라, $500\text{원} \times (1 - 30\%) = 350\text{원}$ 만 감소한다.

따라서 다음과 같은 두 가지 이유로 인하여 타인자본비용은 일반적으로 자기자본비용보다 일반적으로 낮다.

- 자기자본은 배당금이나 자사주 취득을 통한 투하자본의 회수가 불확실한 반면, 타인자본은 이자와 원금지급을 통한 투하자본의 회수에 대한 불확실성이 상대적으로 낮다.
- 배당금은 순이익이 결정되고 난 후 적립된 이익잉여금을 주주에게 환원하는 것이므로 기업의 입장에서는 세금절약 효과가 없으나, 이자지급은 비용으로 처리되므로 법인세를 낮추는 효과가 있다. 그만큼 타인자본비용이 낮아진다.

4. 자기자본비용 추정

자기자본비용을 추정하는 가장 일반적인 방법은 투하자본이 회수되지 못할 불확실성에 대한 위험프리미엄을 고려하는 방법이다. 즉, 주주 입장에서는 미상환위험이 없는 정부발행 채권에 투자하는 대신 미상환위험이 높은 주식에 투자하게 되므로, 무위험채권이 제공하는 수익률에 위험프리미엄이 가산된 높은 수준의 수익률을 기대하는 경우에만 자기자본을 제공할 것이다.

이러한 관계는 다음과 같은 자본자산가격결정모형(CAPM, Capital Asset Pricing Model)을 통하여 쉽게 살펴볼 수 있다.

자기자본비용(r_e)

= 무위험정부채권 수익률(risk-free rate, r_f) + 위험프리미엄

$$= r_f + \text{체계적위험}(\text{beta}, \beta) \times \text{주식시장위험프리미엄}(r_m - r_f) \quad (5)$$

식 (5)에서 r_m 은 시장수익률을 의미하고, 베타(β)는 체계적 위험을 뜻한다. 베타는 기업의 주가 수익률이 주식시장 전체의 수익률 변동에 얼마나 민감하게 반응하는지의 정도를 나타낸다. 기업의 주식수익률이 시장전체 수익률 변동에 민감할수록 시장 상황에 노출되는 정도가 높다는 의미이므로, 베타는 높아지게 된다. 다른 표현으로는 주가가 상승할 때는 베타가 높은 기업의 주가가 더 빠른 속도로 올라갈 것이나, 반대로 주가하락 시에는 주가가 더 빨리 하락한다는 것을 뜻한다.

베타가 1.5인 기업을 예로 들어보자. 시장전체의 수익률(예, 종합주가지수 수익률)이 10% 상승하게 되면 이 기업의 주식은 15%나 올라갈 것이다. 그러나, 종합주가지수가 10% 하락하게 되면 이 기업의 주식은 오히려 15%나 하락할 것이다.

가상 기업을 예로 들어 체계적 위험(β)과 자기자본비용(r_e)과의 관계를 나타내 보자. 무위험 정부채권의 수익률로는 만기 5년인 국민주택채권의 수익률(4.58%)을 사용하기로 하자. 또한 주식투자 시에 예상되는 추가적인 불확실성의 대가로 시장위험프리미엄($r_m - r_f$)은 6%라고 가정한다. 그리고 이 기업의 과거 5년간 월별 주식수익률 자료를 사용하여 추정한 체계적위험(β)은 1.12라고 하자. 이 기업의 자기자본비용은 다음과 같이 추정된다.

자기자본비용(r_e)

$$\begin{aligned} &= r_f + \beta \times \text{주식시장위험프리미엄} \\ &= 4.58\% + 1.12 \times 6\% \\ &= 11.30\% \end{aligned}$$

(6)

5. 가중평균자본비용

자기자본비용(r_e)과 타인자본비용(r_d)이 결정되면, 이제는 이 두 비용의 가중평균자본비용(r_w , weighted average cost of capital 또는 WACC)을 구해보자. 이를 위해서는 자기자본의 규모(E)와 타인자본의 규모(D)를 알아야 한다. 자기자본과 타인자본은 시장가격으로 측정하는 것이 논리적으로 타당하나, 시가가 없거나 그 밖의 이유로 대차대조표에 기록된 장부금액을 이용하기도 한다. 특히 타인자본은 장부금액이 시가와 매우 유사하므로, 어느 금액을 사용하든 큰 차이는 없을 것이다. 그러나 자기자본은 이 두 금액이 서로 매우 다른 것이 일반적이므로 어느 금액을 사용하는가에 따라 가중평균자본비용이 달라진다.

가중평균자본비용(r_w)

$$= \text{자기자본비용}(r_e) \times \frac{E}{(E + D)} + \text{타인자본비용}(r_d) \times (1 - \text{법인세율}) \times \frac{E}{(E + D)} \quad (7)$$

식 (7)의 두 번째 항에서 타인자본비용에 $(1 - \text{법인세율})$ 을 곱한 것은 위에서 설명한대로 이자비용의 법인세 절감효과를 고려하기 위함이다.

6. 부채 사용과 가중평균자본비용

부채를 늘리면 가중평균자본비용(r_w)에는 어떤 변화가 일어날까? 우선 부채금액이 증가하면 r_w 는 하락하는 듯이 보인다. 그 이유는 자기자본비용에 비해 낮은 타인자본비용이 더 큰 비중을 차지하기 때문이다. 따라서 가중평균자본비용을 낮추려면 부채를 더 많이 사용할 유인이 커질 것으로 보인다.

EVA 개념을 이용하여 임원성과급 재원을 산정하고 있는 A그룹에서도 이와 같은 경향을 보였다. 계열사의 최고경영층이 가중평균자본비용을 낮추기 위해 타인자본 사용을 늘리는 현상이 발견된 것이다. 또한 계열사 경영자들은 부채사용을 적극 옹호하기 위한 근거로 “적정부채수준”의 개념도 이용하고 있다.

적정부채수준이란 부채를 사용함으로써 얻을 수 있는 세금절약 효과뿐 아니라 과잉투자 억제 및 낭비요인 제거 효과로 인해 부채를 적정수준까지 늘리게 되면 기업의 가치가 향상될 수 있는 수준을 뜻한다. 따라서 부채를 적게 사용하는 기업은 적절한 수준까지 부채를 늘리고자 하는 유인을 갖

게 된다. 부채를 늘리게 되면 이와 더불어 가중평균자본비용도 낮출 수 있으므로 부채의 사용은 매우 합리적인 재무의사결정인 것처럼 보인다.

그런데 이와 같은 결론에는 무엇인가 빠져있는 듯한 느낌이 든다. 부채를 많이 사용하면 당연히 기업의 파산 위험도 증가하며, 따라서 타인자본비용도 증가하기 때문이다. 따라서 위 논의에서 간과된 것은 부채사용이 증가할수록 타인자본비용이 일정한 수준에 머물러 있는 것이 아니고 빠른 속도로 증가한다는 점이다.

또한 타인자본비용뿐 아니라, 자기자본비용도 함께 높아지게 된다. 부채사용이 증가하면, 그만큼 부채의 지렛대효과가 커지므로 경기가 악화되면 기업의 경영성과가 더욱 빠른 속도로 나빠질 수 있다. 그 가능성이 자기자본비용의 상승으로 이어진다. 그러므로 부채의 증가는 타인자본비용뿐 아니라 자기자본비용도 상승시키게 되어 가중평균자본비용도 증가시킨다.

식 (7)을 약간 변형해 자기자본비용(r_e)을 가중평균자본비용과 부채비율을 사용하여 나타내 보면 이 같은 내용을 쉽게 알 수 있다.

$$r_e = r_w + [r_w - r_d \times (1 - \text{법인세율})] \times \frac{D}{E} \quad (8)$$

식 (8)에서 알 수 있듯이, 자기자본에 비해 타인자본사용이 증가하게 되면 재무레버리지효과로 인해 이익의 변동성이 커지게 되어 궁극적으로 자기자본비용도 올라가게 된다.

따라서 부채사용의 증가로 가중평균자본비용을 떨어뜨릴 수 있다는 생각은 옳지 않은 것으로 판명되었다. 그러나 그러한 오해를 한 이유는 무엇일까?

- 타인자본비용과 자기자본비용이 부채사용 규모와는 관계없이 일정한 수준으로 유지될 수 있다는 오해에서 비롯된다. 부채사용이 늘면 타인자본비용뿐 아니라 자기자본비용까지도 상승하게 되어 결국 가중평균자본비용도 상승하게 됨을 위에서 확인할 수 있었다.
- 시장가격이 아닌 장부금액을 기준으로 자기자본과 타인자본의 비중을 계산하는 경우 부채의 증가로 인한 위험상승효과를 장부금액이 적절히 반영하지 못하는 이유도 있다. 부채비율을 계산할 때 장부금액을 기준으로 한 것인지 시가를 기준으로 할 것인지가 중요한 이유가 바로 이 때문이다. 시가로 측정된 자기자본과 타인자본을 사용한다면, 부채사용으로 인해 가중평균자본비용이 감소한다는 오해는 생기지 않을 것이다. 시가는 이미 부채사용의 증가로 인한 위험 증가분을 반영하기 때문이다.

7. 새로운 자본비용

이과 같이 매우 합리적으로 보이나 실제로는 왜곡되어 있는 재무의사결정에 대하여 A그룹 최고경영층은 어떻게 대응할 것인가? 부채를 과도하게 사용하면 기업의 파산위험이 높아지므로, 비록 명목상으로는 가중평균자본비용이 하락하는 것 같이 보인다고 하더라도 이를 계속 허용할 수는 없

을 것이다. 그렇다고 부채를 너무 적게 사용하면 자기자본비중이 상대적으로 높아지고 가중평균자본비용이 높아지게 되어 성과급 재원결정에 대한 임원들의 불안감도 커질 수도 있다.

이와 같은 어려움을 해결하기 위해 A그룹은 다음과 같은 매우 독창적인 전략을 채택하였다. 자본비용을 전통적인 방법인 자기자본비용과 타인자본비용의 가중평균으로 산출하지 않고, 단순히 타인자본비용을 기준으로 하여 이에 일정 수준의 프리미엄을 가산하는 방식으로 산출하는 것이다. 즉,

$$\text{자본비용} = \text{타인자본비용} \times (1 + \alpha) \quad (9)$$

예를 들어, 타인자본비용 = 6%, $\alpha = 50\%$ 라면 자본비용 = $6\% \times (1 + 0.5) = 9\%$ 가 된다. 물론 α 의 수준은 그룹의 경영전략을 고려하여 결정할 수 있으며, 기업상황변화에 따라 그 수준을 탄력적으로 조정할 수 있다. 또한 여러 사업부를 갖는 기업의 경우 사업부의 경영전략 및 환경특성을 반영하여 α 의 수준을 결정할 수도 있다.

이와 같은 자본비용 산정방안은 전통적인 관점에서는 특이하다고 할 수 있으나, 다음과 같은 다양한 장점을 갖고 있다.

- 자본비용이 타인자본비용을 기준으로 하고, 이에 프리미엄을 가산하는 방식으로 결정되므로, 기업경영자는 타인자본비용을 줄이기 위한 구체적이고도 실효성 있는 정책을 실행하게 된다. 신용평가기관의 평가를 잘 받기 위해, 경영자는 경영성과를 향상시키는 것은 물론이고, 비핵심자산이나 부실자산을 조속히 정리하고, 신용평가기관이 중시하는 기업 투명성이나 회계정보의 신뢰성을 높이기 위해 기업지배구조나 회계정보공시의 투명성도 개선하려는 경제적 유인을 갖게 된다.
- 전통적인 가중평균자본비용 산정에서는 일반적으로 장부금액 기준으로 부채비율과 자기자본비용을 계산하므로 부채의 과도한 사용을 유도하는 부작용이 있었다. 그러나 새로운 방안에서는 과도한 부채사용은 기업의 부채원금과 이자 지급능력을 떨어뜨리게 되어 신용평가기관의 평가가 나빠져 결국 타인자본비용이 상승하게 된다. 따라서 경영자는 과도한 부채사용이 평균자본비용을 상승시킨다는 것을 쉽게 이해하게 되어, 자연스럽게 부채의 사용을 억제하는 유인을 갖게 된다.
- 새로운 자본비용 산정방안은 그룹최고경영층의 전략적 의지를 보다 쉽게 반영할 수 있다. 일반적으로 기업들은 투자재원 배분과 투자성과 평가를 담당하는 전략부서를 두고 있다. 이들은 투자대안의 수익성에 대한 경영층의 전략적 판단을 고려하여 자원을 배분한다. 예를 들어, 전략적으로 투자대안의 예상수익률이 15%를 넘는 경우에만 투자재원을 지원하겠다는 정책을 설정하였다고 가정하자. 이때 전통적인 자본비용 산정방안에 의한 가중평균자본비용이 10%로 계산된 경우, 경영진이 요구하는 15%가 과도하다고 이해할 수 있다. 그러나 새로운 자본비용 산정방안에서는 타인자본비용에 일정 수준의 프리미엄을 가산하여 자본비용을 결정하겠다는 최고경영층의 전략적 의사결정을 조직구성원들이 보다 명쾌하게 이해할 수 있을 것이다.

8. 결 론

이와 같은 새로운 자본비용산정방안을 사용하는 경우는 많지 않다. 아직도 대부분의 기업은 전통적인 방법으로 가중평균자본비용을 산정하여 투자의사결정 및 경영성과평가에 활용하고 있다. 공기업이나 정부투자기관도 자본비용이나 투자보수율(투자재원에 대한 적정수익률)을 결정하기 위해 전통적인 방법으로 가중평균자본비용을 사용하고 있다. 그 동안 전통적인 방법이 갖는 부작용에 대해서 인식하고 있는 경영자들조차도 자본비용을 산정하기 위한 의미있는 대안의 부재로 인하여 전통적인 방법을 고수해왔을 것이다. 그러나 본 사례를 통하여 성과보상정책에 보다 적절하게 적용할 수 있는 새로운 자본비용 산정방안이 제시된 셈이다.

경영자 보상제도를 운영하는데 있어 위에서 소개된 새로운 자본비용 산정방법을 적절하게 사용하면 기업가치를 향상시키고자 하는 최고경영층의 전략과 의지를 조직구성원에게 보다 효율적으로 전달할 수 있을 것으로 기대한다.

사례에 대한 질문

1. 경제적 부가가치를 뜻하는 EVA(Economic Value Added) 개념을 정의하시오.
2. EVA를 산정하는데 필요한 자본비용인 가중평균자본비용이 어떻게 결정되는지 설명하시오.
3. 타인자본비용이 자기자본비용보다 저렴하다는 것을 직관적으로 설명하시오.
4. 타인자본사용을 늘리면 가중평균자본비용을 낮출 수 있다고 주장하는 경영자가 있다면, 어떻게 이 논리의 부적절성을 설명할 수 있는지 기술하시오.
5. 타인자본의 사용이 늘면 자기자본비용도 높아진다는 것을 재무레버리지의 개념을 사용하여 직관적으로 설명하시오.

